

策略月报

信用脉冲走强带动 A 股好转

核心观点

货币-信用“风火轮”：延续紧货币、宽信用格局

国信货币条件指数显示当前处于“紧货币+宽信用”格局。信用方面，2月新增社融3.16万亿，高于市场一致预期值的2.08万亿，新增人民币贷款1.81万亿，高于市场一致预期值的1.43万亿，2月社融同比增速较1月数值边际改善0.5pct至9.9%，在连续4个月下滑后止跌回升。向后看，银行将适度调整信贷投放节奏，信贷投放重点从“量”向“质”转换，随着信用债发行逐渐修复，提前批专项债规模也显著提升，二季度信用环境将维持宽松格局。货币方面，Shibor3M利率自去年11月出现上行，《四季度货币政策执行报告》指出“引导市场利率围绕政策利率波动”，《政府工作报告》指出稳健的货币政策要精准有力，在经济持续向好大方向不变的情况下，我们认为二季度货币环境将整体稳中偏紧。在货币-信用“风火轮”2.0版本下，紧货币、宽信用格局下的历史经验为股票胜率大幅提高、在主要资产中表现最好；商品其次，债市录得熊市概率偏大。

2023年4月大类资产价格展望

股票方面，对A股走势保持乐观，持续看好成长板块。国统局发布1-2月经济数据，经济向上修复方向已经得到确认，消费回暖强于预期、投资信心改善，叠加政策面降准稳定市场信心，预计A股结束震荡行情重回复苏主线。另外，美联储降息预期下全球流动性将改善，A股流动性有望进一步好转，对A股中科技成长股板块存在结构利好。

债券方面，预计利率将在震荡中上行。经济修复预期博弈是近期利率震荡回落的主要驱动因素，但当前政策面已经较为明朗，“宽货币”托底经济下行压力的使命基本完成，央行将引导市场利率回归正常化，随着经济改善的方向进一步明确，利率将在波动中上行。

汇率方面，人民币将温和回升。近期欧美银行业出现风险事件，中国市场或成为海外资金“避风港”，同时美联储降息预期显著抬升下美元指数走弱，预计人民币将呈现升值趋势。

商品方面，对商品前景持谨慎乐观。由于银行业的动荡加剧了市场对全球经济的衰退担忧，全球商品价格近期承压，尤其是能源行业遭到了较大的抛售，但是向后看中国经济持续向好将对能源、工业金属形成支撑，美联储货币政策转向预期抬升，美元贬值有利于商品价格修复。

风险提示：美联储鹰派持续时间较长、海外地缘冲突尚未缓解。

策略研究·策略月报

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

联系人：占易

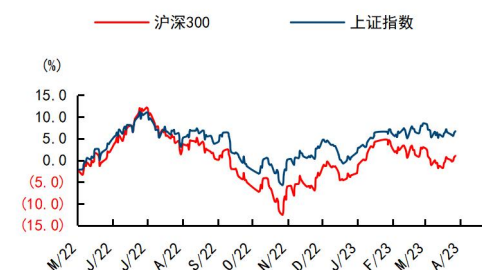
021-60375433

zhanyi@guosen.com.cn

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	7772.52/0.99
创业板/月涨跌幅(%)	2399.50/-1.22
AH股价差指数	138.00
A股总/流通市值(万亿元)	78.18/68.43

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《3月多资产配置观点-左侧布局宽信用》——2023-03-01
- 《2月多资产配置观点-A股配置价值强于债券和商品》——2023-02-01
- 《12月多资产配置观点-风险平价策略的再审视》——2022-12-01
- 《【国信策略】11月多资产配置观点-加息周期中选择股市配置时机》——2022-11-01
- 《策略月报-美债利率走高对A股风格切换的影响》——2022-09-30

内容目录

1. 未来大类资产市场展望	4
1.1 货币-信用“风火轮”：延续紧货币、宽信用格局	4
1.2 风格与板块配置：中小盘成长具备相对配置价值	5
2. 国内外大类资产月度复盘	7
2.1 国内大类资产回报排序及归因	7
2.2 海外大类资产走势复盘	9
2.3 国内大类资产估值分析	9
2.4 国内外大类资产间比价	10
3. 市场隐含宏观信息和情绪分析	12
3.1 债市情绪指数与预警指数	12
3.2 全球资金流向复盘	13
3.3 全球各类资产构成的有效前沿	15
风险提示	15

图表目录

图 1: 前瞻指标提示流动性有所收敛	4
图 2: 前瞻指标提示信用环境将迎来复苏	4
图 3: 四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览	4
图 4: 沪深 300 和中证 500 海外营收占营业收入比重	5
图 5: 自上而下视角对各类资产配置建议	6
图 6: 3 月国内大类资产回报月度复盘	7
图 7: A 股回报拆分	7
图 8: 股票及其风格指数在 3 月的表现	7
图 9: 人民币汇率和美元指数表现	8
图 10: 南华各分项指数 3 月回报率对比	8
图 11: 国债收益率和期限利差走势	8
图 12: 信用债收益率和信用利差走势	8
图 13: 3 月国内大类资产回报月度复盘	8
图 14: 3 月海外大类资产回报月度复盘	9
图 15: 国内主要大类资产估值分位数	10
图 16: 国内主要大类资产波动率估值分位数	10
图 17: 中国股债性价比走势	10
图 18: 美国股债性价比走势分析	10
图 19: 美国股票 vs 商品比价	11
图 20: 美、欧股指比价	11
图 21: 沪深 300 股债性价比	11
图 22: 中证 500 股债性价比	11
图 23: 国内债市情绪指数	12
图 24: 国内债市预警指数	12
图 25: 外资流入、流出新兴市场的月度跟踪	13
图 26: 全球主要基金分板块资金流向 (3 月)	14
图 27: 中国各类资产构成的有效前沿	15
图 28: 美国各类资产构成的有效前沿	15

表 1: A 股风格打分卡	6
---------------------	---

1. 未来大类资产市场展望

1.1 货币-信用“风火轮”：延续紧货币、宽信用格局

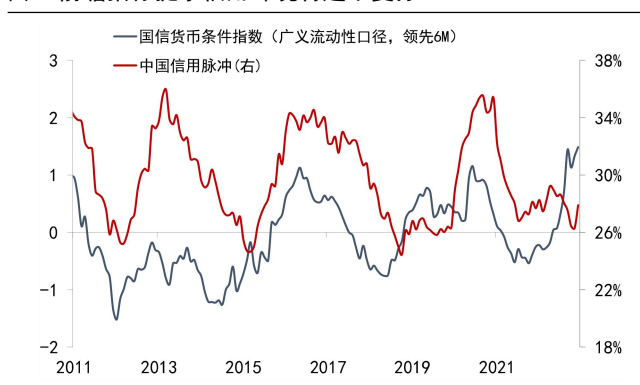
我们编制了基于金融市场的狭义流动性口径国信货币条件指数，以及基于实体派生的广义流动性口径国信货币条件指数，对 Shibor3M 利率、信用脉冲平均有 3 个月和 6 个月左右的领先性。国信货币/信用条件指数显示当前处于“紧货币+宽信用”格局。信用方面，2 月新增社融 3.16 万亿，高于市场一致预期值的 2.08 万亿，新增人民币贷款 1.81 万亿，高于市场一致预期值的 1.43 万亿，2 月社融同比增速较 1 月数值边际改善 0.5pct 至 9.9%，在连续 4 个月下滑后止跌回升。向后看，银行将适度调整信贷投放节奏，信贷投放重点从“量”向“质”转换，随着信用债发行逐渐修复，提前批专项债规模也显著提升，二季度信用环境将维持宽松格局。货币方面，Shibor3M 利率自去年 11 月出现上行，《四季度货币政策执行报告》指出“引导市场利率围绕政策利率波动”，《政府工作报告》指出稳健的货币政策要精准有力，在经济持续向好大方向不变的情况下，我们认为二季度货币环境将整体稳中偏紧。在货币-信用“风火轮”2.0 版本下，紧货币、宽信用格局下的历史经验为股票胜率大幅提高、在主要资产中表现最好；商品其次，债市录得熊市概率偏大。

图1：前瞻指标提示流动性有所收敛



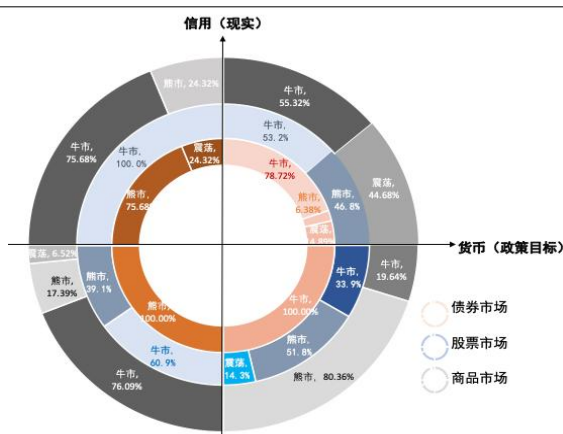
资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图2：前瞻指标提示信用环境将迎来复苏



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图3：四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览

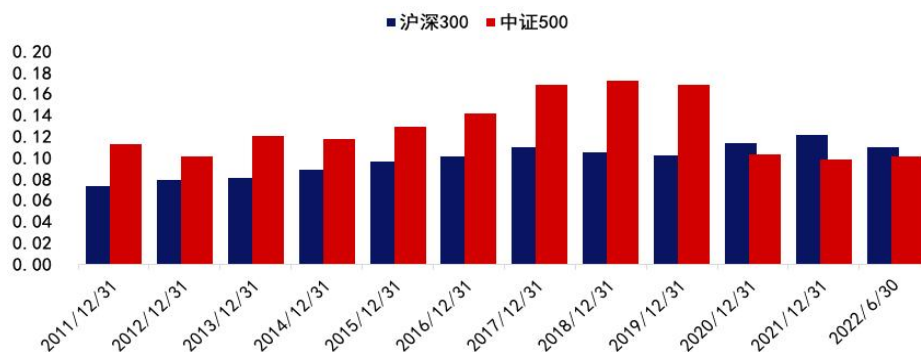


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

1.2 风格与板块配置：中小盘成长具备相对配置价值

中美经济差异：3月中美制造业PMI分别为51.9%、49.3%，3月我国制造业PMI较2月小幅下降，美国PMI上行，中美制造业PMI差距减小，国内经济复苏态势放缓但并未结束。近期由于银行业危机蔓延，全球金融市场波动明显，给美联储加息带来了压力，预期美联储于年中暂停加息，三季度开始降息，未来半年内仍有较大经济衰退风险，国内经济复苏态势将优于海外。自2020年以来，500/1000等中小市值板块的海外营收占比跌至300等大市值板块之下，因此受到海外基本面弹性不足、软着陆的影响相对更小，未来国内经济强于海外的中期格局持续利好中小市值企业。

图4：沪深300和中证500海外营收占营业收入比重



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

国内基本面：经济运行呈现企稳回升态势，1—2月份，规模以上工业增加值同比实际增长2.4%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月增长0.12%。近期国信高频宏观扩散指数显示国内经济复苏态势虽有所放缓但并未结束，投资、消费、房地产领域景气均向好，经济基本面向好时看好成长属性。

通胀因素：2月份CPI同比为1.0%，前值2.1%，PPI同比-1.4%，前值-0.8%，根据国信宏观近期高频跟踪，消费端的通胀水平进一步上行，3月上旬流通领域生产资料价格基本稳定。向后看，随着经济持续向好，国内通胀水平将进一步回升，对顺周期板块形成一定支撑。

估值因素：3月Shibor三个月利率自2.45%先上行后下降回到2.45%水平。向后看，国内短端利率呈现边际收紧趋势，从历史上估值和指数走势的相关性来看，利好程度：小盘>中盘>大盘。

盈利角度：1—2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%，降幅明显扩张，41个工业大类行业中28个行业出现下降，对小市值股票有一定的压力。

事件驱动：3月获IPO批文的企业数量为34家，高于2月，事件型驱动的视角下，对小盘成长板块的结构行情是助力而非拖累。

表1: A股风格打分卡

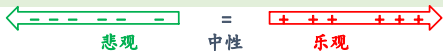
一级指标	二级指标	不同风格		
基本面因素	中美差异	大盘	中盘	小盘
		成长	☆	☆
	国内经济	☆	均衡	价值
	通胀因素	防御		周期
DCF 模型角度	分子端	大盘	中盘	小盘
			★	★
	分母端	大盘	中盘	小盘
事件型驱动		★	★	
	IPO 和并购重组数量	大盘价值		小盘成长
				★

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在基本面、DCF 分子端和分母端、事件驱动三重因素的考虑下, 我们认为短期内中小盘成长具备相对配置价值。综上, 我们对各类资产的推荐配置观点如下表所示, 目前对资产配置的推荐顺序为: **股票>商品>债券**。

图5: 自上而下视角对各类资产配置建议

类别	配置建议	理由	资产名称	2月末收盘	3月末收盘	期间涨跌
股票	++	对A股走势保持乐观, 持续看好成长板块。国统局发布1-2月经济数据, 经济向上修复方向已经得到确认, 消费回暖强于预期、投资信心改善, 叠加政策面降准稳定市场信心, 预计A股结束震荡行情重回复苏主线。另外, 美联储降息预期下全球流动性将改善, A股流动性有望进一步好转, 对A股中科技成长股板块存在结构利好。	上证综指	3279.6	3272.9	▼ -0.21%
			深证成指	11783.8	11726.4	▼ -0.49%
			创业板指	2429.0	2399.5	▼ -1.22%
			上证50	2737.2	2661.9	▼ -2.75%
			沪深300	4069.5	4050.9	▼ -0.46%
			中证500	6357.5	6339.8	▼ -0.28%
债券	-	预计利率将在震荡中上行。经济修复预期博弈是近期利率震荡回落的主要驱动因素, 但当前政策面已经较为明朗, “宽货币”托底经济下行压力的使命基本完成, 央行将引导市场利率回归正常化, 随着经济改善的方向进一步明确, 利率将在波动中上行。	中债财富总指数	220.3	221.5	▲ 0.54%
			中债1-30年利率债指数	180.1	181.1	▲ 0.58%
			中债信用债总财富指数	203.9	205.1	▲ 0.57%
			10年国债利率	3.1	3.0	▼ -6.3
			10年国债利率	2.90	2.85	▼ -4.9
			1年国债利率	2.3	2.2	▼ -9.6
汇率	=	人民币具有韧性。近期欧美银行业出现风险事件, 中国市场或成为海外资金“避风港”, 同时美联储降息预期显著抬升下美元指数走弱, 预计人民币将呈现升值趋势。	美元指数	105.0	102.6	▼ -2.28%
			美元兑人民币 (在岸)	6.94	6.87	▼ -0.98%
			美元兑人民币 (离岸)	6.95	6.87	▼ -1.16%
			人民币汇率指数	99.8	99.8	▼ -0.03%
商品	+	对商品前景持谨慎乐观。由于银行业的动荡加剧了市场对全球经济的衰退担忧, 全球商品价格近期承压, 尤其是能源行业遭到了较大的抛售, 但是向后看中国经济持续向好将对能源、工业金属形成支撑, 美联储货币政策转向预期抬升, 美元贬值有利于商品价格修复。	南华综合指数	2384.7	2347.0	▼ -1.58%
			南华工业品指数	3925.8	3829.7	▼ -2.45%
			布伦特原油 (美元)	83.1	79.9	▼ -3.83%
			上期所原油	548.2	527.4	▼ -3.79%
			伦敦现货黄金 (美元)	1824.6	1979.7	▲ 8.50%
			上期所黄金	413.5	441.2	▲ 6.71%


 悲观 中性 乐观

较上月回落 ▼ 较上月上涨 ▲

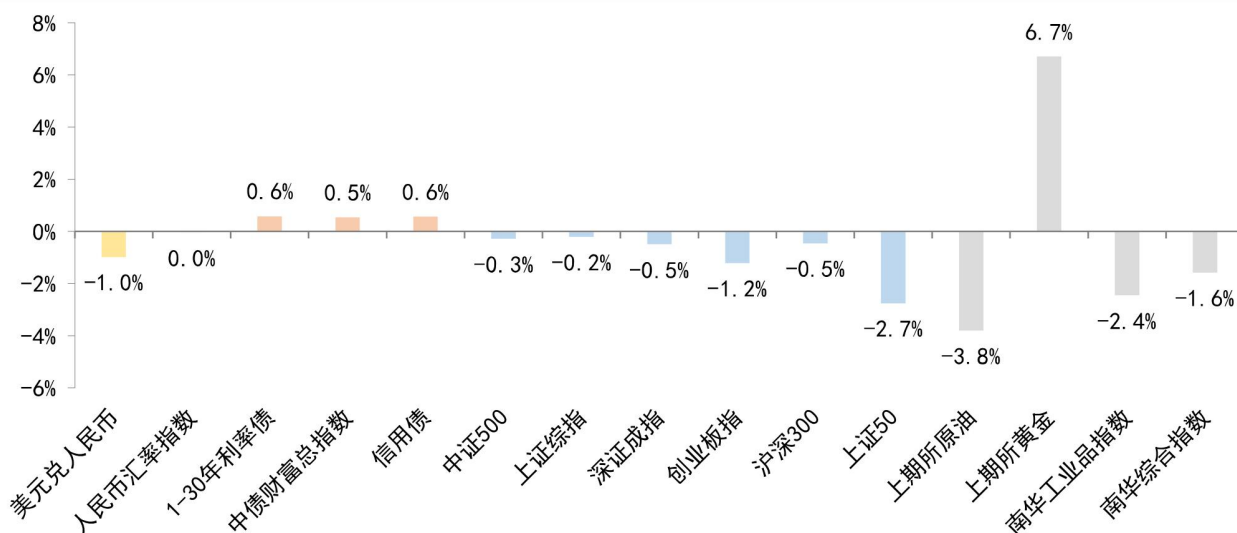
资料来源: 彭博, 万得, 国信证券研究所整理。

2. 国内外大类资产月度复盘

2.1 国内大类资产回报排序及归因

3月国内大类资产的表现可以概况为：**股市震荡、商品分化、债市上行、人民币回升**。（1）**股市方面**：截至3月31日，上证50下跌2.7%，创业板指下跌1.2%，深证成指下跌0.5%，沪深300指数下跌0.5%，中证500下跌0.3%，上证综指下跌0.2%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：成长>稳定>消费>金融>周期，回报率依次为2.7%、1.4%、-1.7%、-3.1%、-4.9%。（2）**债券方面**：3月中债口径十年期国债到期收益率小幅下行4.9bp至2.85%。（3）**商品方面**：除黄金外全面回落，上期所黄金上涨6.7%，上期所原油下行3.8%，南华工业品指数下跌2.4%，南华综合指数下跌1.6%。（4）**汇率方面**：截至3月31日，美元兑人民币汇率中间价收于6.8717，银行风险事件出现、美联储降息预期抬升，美元指数趋弱，人民币回升。

图6: 3月国内大类资产回报月度复盘



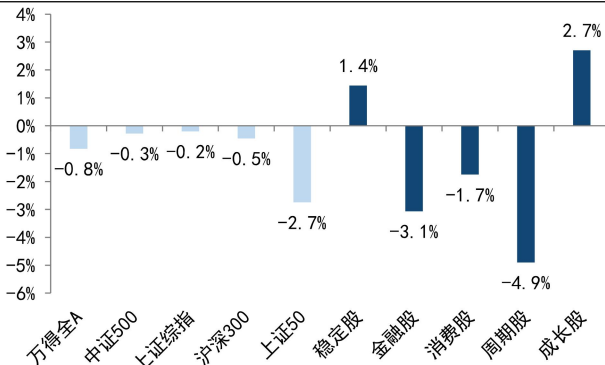
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图7: A股回报拆分



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图8: 股票及其风格指数在3月的表现



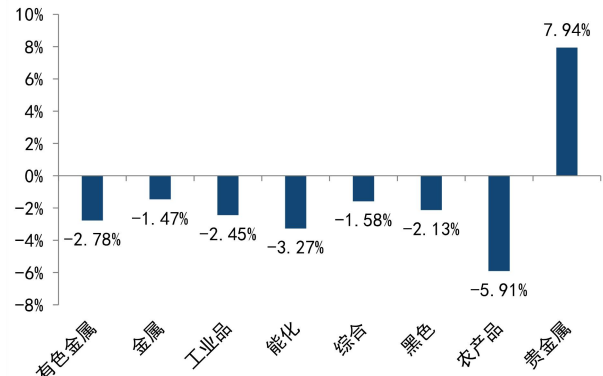
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图9: 人民币汇率和美元指数表现



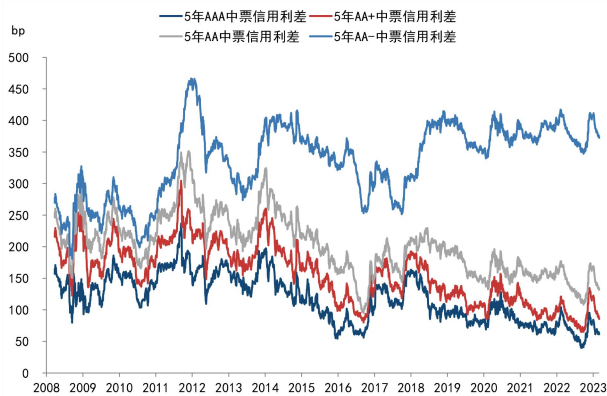
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理。

图10: 南华各分项指数 3 月回报率对比



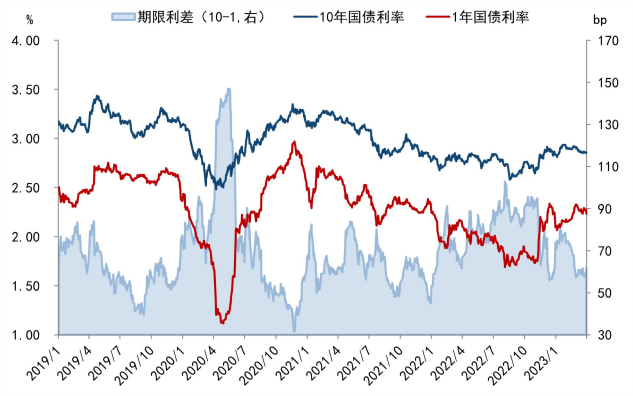
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理。

图11: 国债收益率和期限利差走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理。

图12: 信用债收益率和信用利差走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理。

图13: 3 月国内大类资产回报月度复盘

2022-2023年国内主要资产表现情况											
2022-10	成长股 (3.20)	国债 (0.92)	信用债 (0.26)	货币基金 (0.14)	可转债 (-1.62)	万得全A (-2.55)	周期股 (-3.26)	稳定股 (-3.31)	商品 (-3.54)	金融股 (-7.91)	消费股 (-8.58)
2022-11	金融股 (15.77)	消费股 (11.74)	稳定股 (11.03)	周期股 (8.80)	万得全A (7.86)	商品 (6.29)	成长股 (2.29)	可转债 (1.81)	货币基金 (0.13)	信用债 (-0.56)	国债 (-1.25)
2022-12	消费股 (6.07)	商品 (1.68)	万得全A (1.13)	金融股 (1.00)	货币基金 (0.06)	国债 (-0.11)	成长股 (-0.17)	周期股 (-0.37)	信用债 (-0.57)	可转债 (-1.01)	稳定股 (-1.55)
2022年	商品 (16.36)	国债 (2.73)	信用债 (2.02)	货币基金 (1.78)	稳定股 (-0.91)	可转债 (-7.86)	金融股 (-8.32)	周期股 (-10.88)	消费股 (-13.34)	万得全A (-15.96)	成长股 (-26.04)
2023-01	成长股 (9.35)	周期股 (8.64)	万得全A (7.38)	金融股 (5.42)	消费股 (4.77)	可转债 (4.05)	稳定股 (3.56)	商品 (1.01)	信用债 (0.41)	货币基金 (0.17)	国债 (-0.05)
2023-02	稳定股 (2.31)	周期股 (1.40)	消费股 (1.28)	信用债 (0.49)	货币基金 (0.14)	国债 (0.10)	万得全A (-0.02)	成长股 (-0.75)	商品 (-0.83)	可转债 (-1.16)	金融股 (-2.96)
2023-03	成长股 (2.71)	稳定股 (1.44)	国债 (0.61)	信用债 (0.57)	可转债 (0.45)	货币基金 (0.17)	万得全A (-0.83)	商品 (-1.58)	消费股 (-1.75)	金融股 (-3.07)	周期股 (-4.90)

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 每一行代表一个月, 从左~右按照各资产类别, 当月回报水平由高到低排序。

2.2 海外大类资产走势复盘

2023年3月海外大类资产大体排序：黄金>债券>股票>商品。(1)权益市场方面，分区域来看：新兴市场>发达市场。3月全球股票市场热度较上月有小幅回升，由于银行业危机蔓延，全球金融市场波动明显，给美联储加息带来了短暂的压力，预计下半年美国经济衰退风险加剧。具体来看回报率，SPX指数录得1.45%，新兴市场录得1.02%，全球市场指数录得0.45%，发达市场指数录得0.39%。(2)债券方面，分品种看：美国国债>MBS>高收益债，市场热度降温导致投资者相对高收益债更偏向于安全边际较高的国债。(3)大宗商品方面，商品价格整体呈现下行趋势，当月收益率为-2.64%，黄金价格大幅上涨，当月收益率为7.69%。

图14：3月海外大类资产回报月度复盘

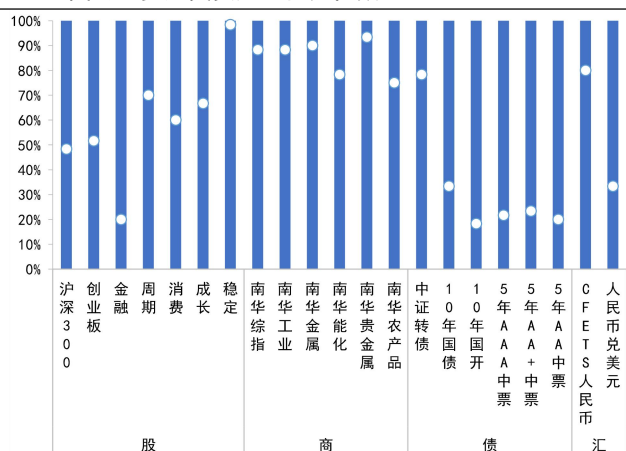
2022-2023年海外主要资产表现情况											
2022-07	标准普尔500指数 (9.11)	发达市场股票 (7.90)	全球股票 (6.94)	美国高收益债 (5.90)	东京日经225指数 (5.34)	美国MBS (3.22)	美国国债 (1.59)	美元指数 (1.08)	CRB商品价格指数 (0.31)	新兴市场股票 (-0.33)	伦敦商品价格黄金 (-3.50)
2022-08	美元指数 (2.69)	东京日经225指数 (1.04)	新兴市场股票 (0.82)	CRB商品价格指数 (-0.56)	伦敦商品价格黄金 (-2.14)	美国高收益债 (-2.30)	美国国债 (-2.48)	全球股票 (-3.13)	美国MBS (-3.42)	发达市场股票 (-3.61)	标准普尔500指数 (-4.24)
2022-09	美元指数 (3.19)	伦敦商品价格黄金 (-2.57)	美国国债 (-3.45)	美国高收益债 (-3.97)	美国MBS (-5.05)	CRB商品价格指数 (-7.62)	东京日经225指数 (-7.67)	发达市场股票 (-8.48)	全球股票 (-8.60)	标准普尔500指数 (-9.34)	新兴市场股票 (-9.57)
2022-10	标准普尔500指数 (7.99)	发达市场股票 (7.07)	东京日经225指数 (6.36)	全球股票 (5.99)	美国高收益债 (2.60)	CRB商品价格指数 (2.18)	美元指数 (-0.49)	美国国债 (-1.39)	美国MBS (-1.42)	伦敦商品价格黄金 (-1.96)	新兴市场股票 (-2.68)
2022-11	新兴市场股票 (11.49)	伦敦商品价格黄金 (6.99)	全球股票 (6.11)	发达市场股票 (5.50)	标准普尔500指数 (5.38)	美国MBS (4.08)	美国国债 (2.68)	美国高收益债 (2.17)	CRB商品价格指数 (2.05)	东京日经225指数 (1.38)	美元指数 (-5.04)
2022-12	伦敦商品价格黄金 (3.36)	美国MBS (-0.44)	美国国债 (-0.52)	美国高收益债 (-0.62)	CRB商品价格指数 (-0.72)	新兴市场股票 (-2.23)	美元指数 (-2.35)	全球股票 (-4.85)	发达市场股票 (-5.18)	标准普尔500指数 (-5.90)	东京日经225指数 (-6.70)
2022年	CRB商品价格指数 (19.53)	美元指数 (7.84)	伦敦商品价格黄金 (-0.43)	美国高收益债 (-8.69)	东京日经225指数 (-9.37)	美国MBS (-10.48)	美国国债 (-10.77)	发达市场股票 (-17.40)	全球股票 (-17.46)	新兴市场股票 (-17.95)	标准普尔500指数 (-19.44)
2023-01	新兴市场股票 (6.50)	全球股票 (6.44)	发达市场股票 (6.43)	标准普尔500指数 (6.18)	伦敦商品价格黄金 (6.15)	东京日经225指数 (4.72)	美国MBS (3.29)	美国高收益债 (3.08)	美国国债 (2.51)	CRB商品价格指数 (0.12)	美元指数 (-1.34)
2023-02	美元指数 (2.50)	东京日经225指数 (0.35)	发达市场股票 (-1.42)	全球股票 (-1.76)	标准普尔500指数 (-2.31)	美国国债 (-2.42)	美国高收益债 (-2.65)	美国MBS (-2.68)	CRB商品价格指数 (-3.46)	新兴市场股票 (-4.39)	伦敦商品价格黄金 (-5.47)
2023-03	伦敦商品价格黄金 (7.69)	美国国债 (2.26)	东京日经225指数 (1.60)	美国MBS (1.51)	标准普尔500指数 (1.45)	新兴市场股票 (1.02)	全球股票 (0.45)	发达市场股票 (0.39)	美国高收益债 (-0.19)	美元指数 (-2.22)	CRB商品价格指数 (-2.64)

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：单位为%；每一行代表一个月，从左~右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序。

2.3 国内大类资产估值分析

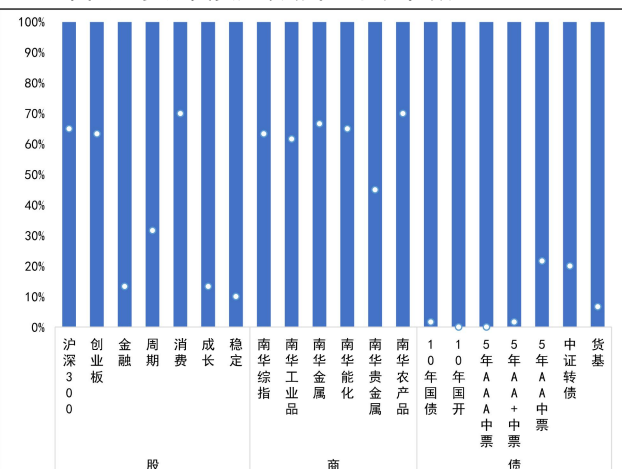
中国和全球市场股、债、汇、商价格、波动率所处在过去五年的分位点显示：(1)国内股票市场估值下行，但除沪深300和金融股外仍处于历史中位数水平之上，沪深300和创业板指数估值分别位于48.33%和51.67%的历史水平。债券市场估值开始下行，除中证转债外均处于历史较低水平。商品市场，南华贵金属涨幅大，达到历史分位数水平93.33%，除贵金属外的各南华商品指数估值分位数均下降，但仍位于历史分位数水平75%之上，其中南华能化估值降幅最大。(2)从波动率的角度，除周期股外各类股票市场波动率较上期均下行，仅消费股波动率处于历史较高水平，沪深300和创业板指波动率分别位于65.00%和63.33%的历史水平，债券市场波动率处于历史较低水平，债券市场相对平稳。

图15: 国内主要大类资产估值分位数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：圆点为当前所处过去5年的月度分位数。

图16: 国内主要大类资产波动率估值分位数



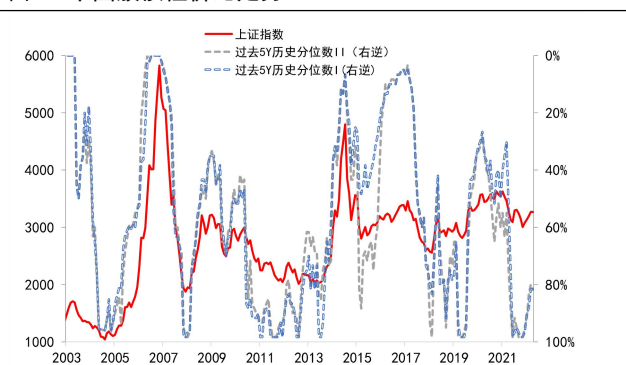
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：圆点为近30天波动率所处过去5年分位数。

2.4 国内外大类资产间比价

鉴于近年来股市的波动幅度较前几年相对减缓，我们采用动态跟踪的思路，以五年为一个窗口期，观测股债性价比处在过去五年间的分位点。我们以股票风险溢价（ERP）来度量股债相对比价，计算方法为股票市盈率倒数与利率债收益率之差（口径I），或者（股票市盈率+股息率）/利率债收益率（口径II）。ERP可以作为衡量股票相对于债券配置价值的参考指标。动态来看，2023年3月以来，I，II两个口径下中国股债性价比有一定下跌，3月分位数均为81.67%，位于历史较高水平，这表明市场普遍认为未来中国股票相比于债券将有着更高的投资回报。与此同时，美国3月份股债性价比的历史分位数在I，II口径下较上期上行，但估值分位数仍接近历史区间最低值，提示未来美国债券相比股票将有更好的投资回报。

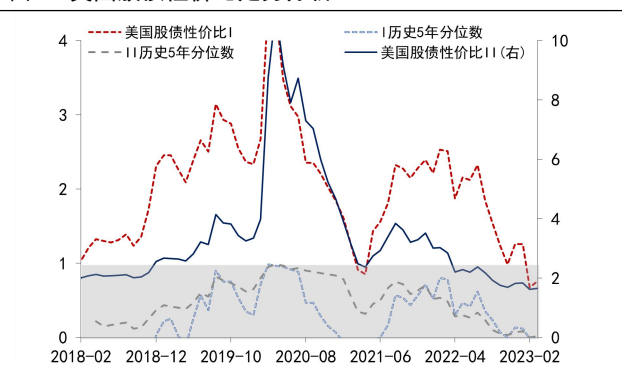
海外跨资产间比价：本月美股上升、商品先下降后上升，美国股票和商品比价整体波动不大，略高于历史均值水平，欧股3月下行，美股和欧股比值上行，今年以来美、欧股指比价整体呈现先上升后下降再上升的趋势，整体波动不大。

图17: 中国股债性价比走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图18: 美国股债性价比走势分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：股债性价比I为SPX指数市盈率倒数与十年期美债收益率之差，性价比II为（SPX指数市盈率+股息率）/十年期美债收益率。

图19: 美国股票 vs 商品比价



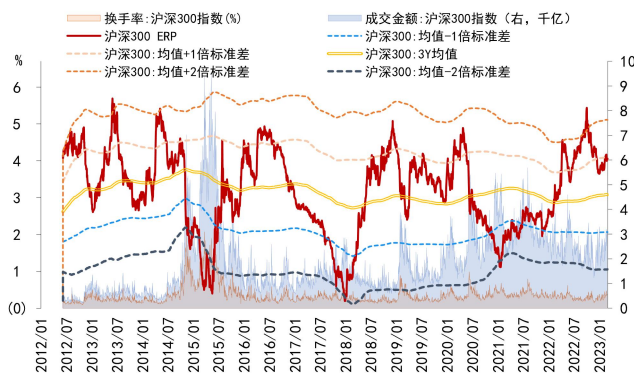
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：三条横线从上至下分别代表历史均值加一倍标准差、历史均值、历史均值减一倍标准差。

图20: 美、欧股指比价



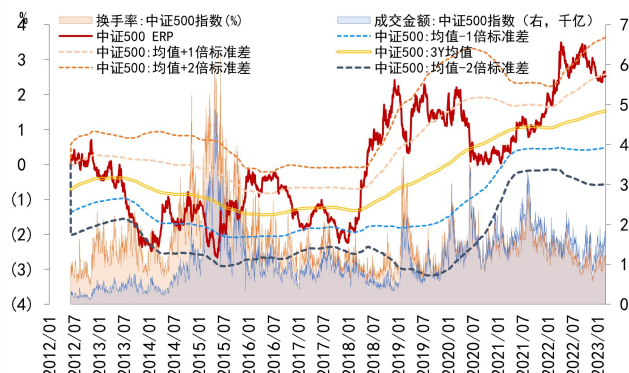
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图21: 沪深300 股债性价比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图22: 中证500 股债性价比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

3. 市场隐含宏观信息和情绪分析

3.1 债市情绪指数与预警指数

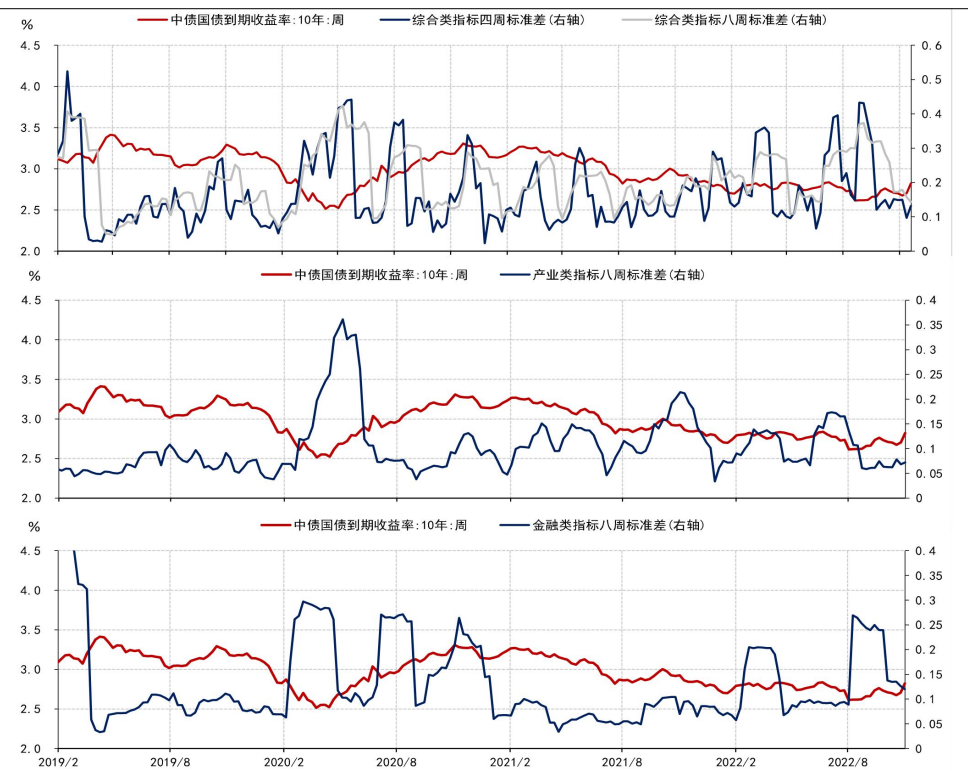
我们构建了债市情绪指数对市场的情绪进行捕捉，实际交易中产生的溢价、流动性指标衡量市场上的投资者情绪，最终选取了期货、现券、信用 3 大类、共计 12 个二级指标来计算情绪指数。此外，我们也构建了债市预警指数对债市行情的拐点进行预测，在构造预警指数时参考了高频的金融类指标，同时加入产业类价格、产出等方面的指标辅助前瞻债市波动，最终选择了 7 个金融类指标和 5 个产业类指标，采用正交分解的方法构建了金融、产业、综合债市预警指数。近期债市情绪指数触底反弹，提示 10 年期国债收益率上行趋势。

图23: 国内债市情绪指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图24: 国内债市预警指数

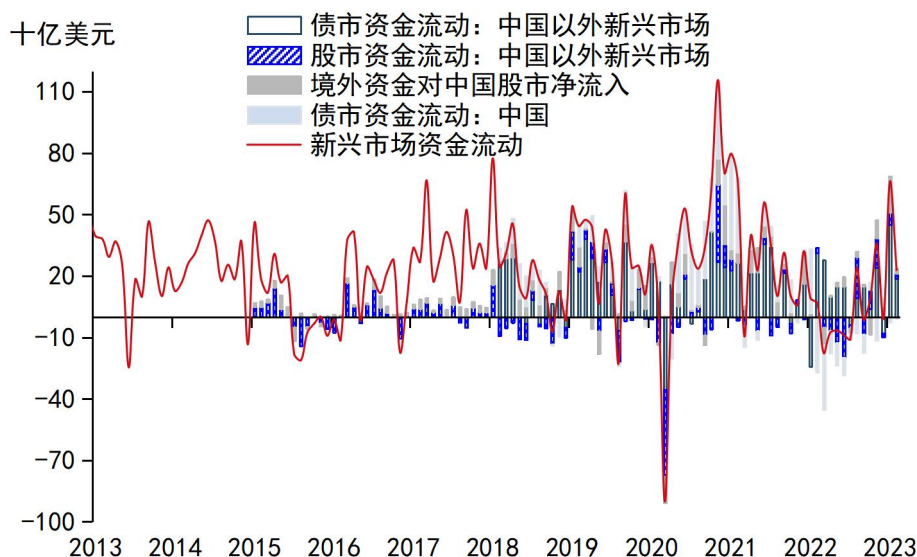


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

3.2 全球资金流向复盘

根据彭博统计的新兴市场资金流向，2月新兴市场资金净流入228.68亿美元，流入速度较上月放缓，其中海外新兴市场债市资金净流入186.67亿美元，海外新兴市场股市资金净流入25.23亿美元，境外资金对中国股市净流入24.02亿美元，中国债市资金净流出7.24亿美元。

图25：外资流入、流出新兴市场的月度跟踪

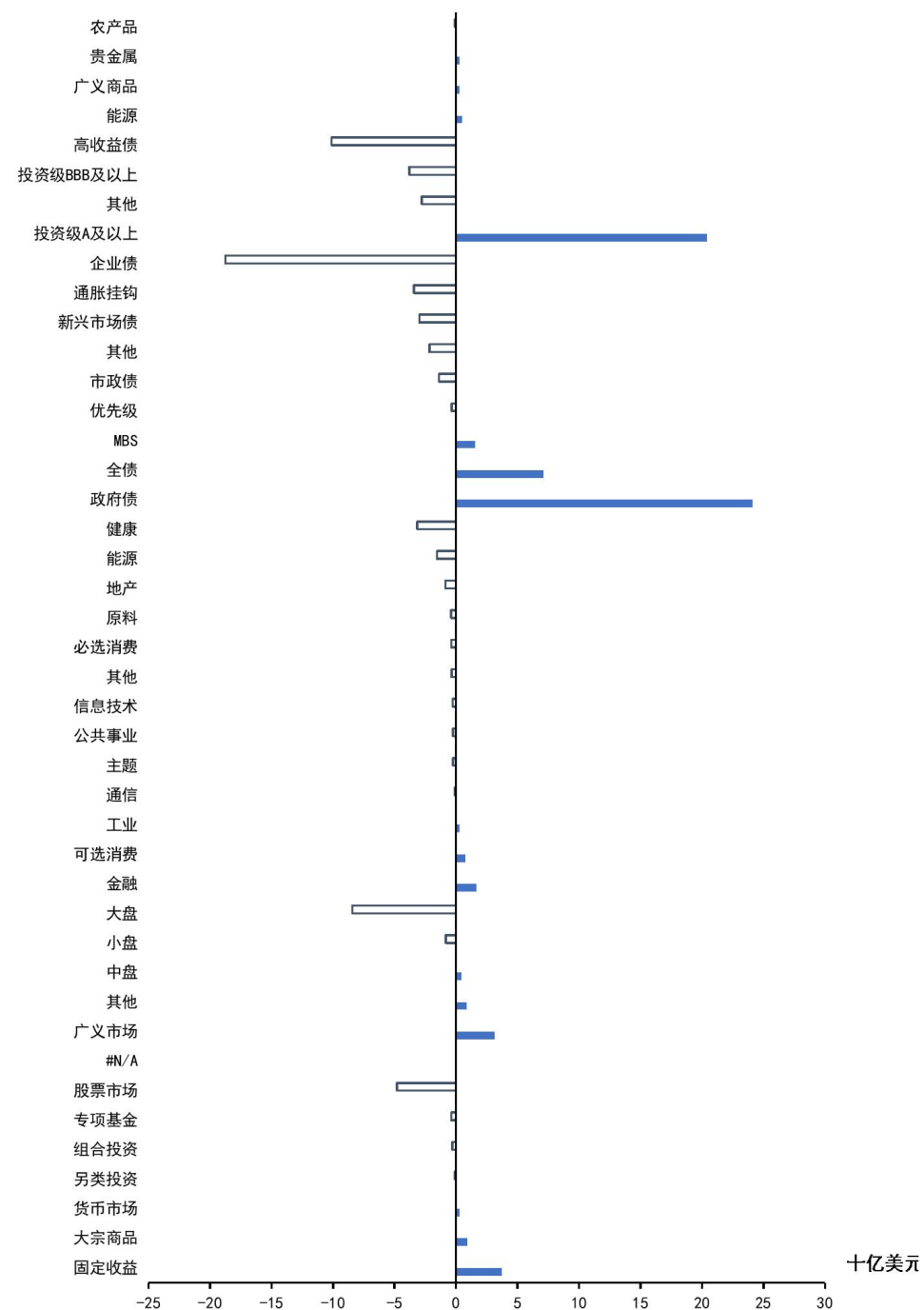


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；注：数据更新至2月。

从主要基金的资金流动看全球资金3月对资产的排序偏好为：债券>商品>股票。

（1）股票市场：3月股票出现大幅净流出，其中大盘资金流出量最多，分行业来看，健康、能源、地产板块主题基金是资金主要的流出项，金融、可选消费、工业等主题基金是资金主要的流入项。（2）债券市场：3月固定收益基金资金流入高于股票，但内部分化也比较显著，政府债、全债、MBS有资金流入，企业债大幅流出，通胀挂钩和新兴市场债券资金也有一定规模流出。按评级来看，投资级A及以上资金大幅流入，投资级A以下资金流出。（3）商品市场：3月各大宗商品主题基金延续了小幅净流入，能源、广义商品、贵金属均有流入。

图26: 全球主要基金分板块资金流向 (3月)

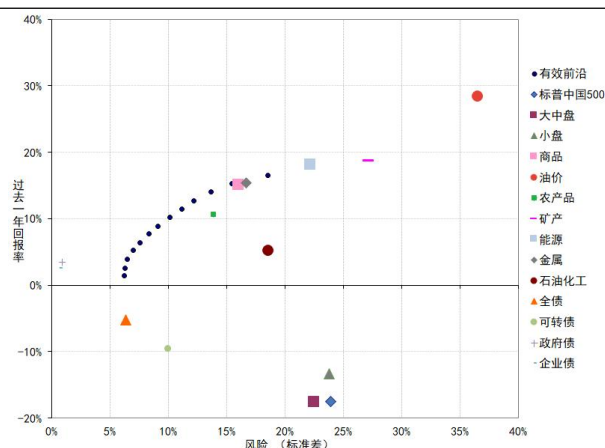


资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理。

3.3 全球各类资产构成的有效前沿

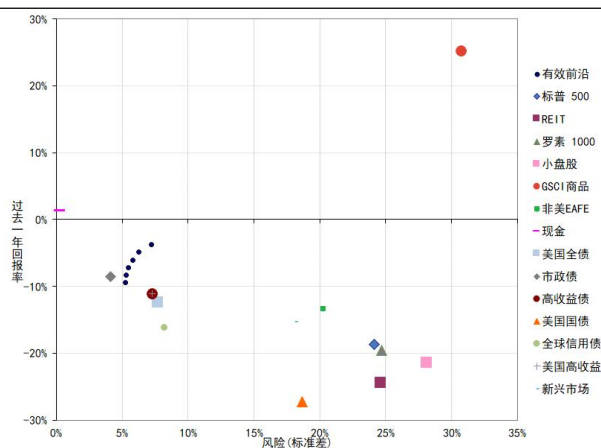
我们遴选了中美股票、债券、商品三种类别的资产，皆为本币计价的总回报类指数，在不同约束条件的情景下构造出相应的风险-回报组合。假设条件如下：（1）每类明细资产占比不超过 15%。（2）年度回报按照最乐观~最悲观设定为 25%、18%、7.5%（中性）、-14%、-30%，对应的概率分别为 5%、20%、50%、20%和 5%。（3）中国和美国无风险利率均按照 12 月的十年期主权债收益均值，在上述五类情景下赋予各类资产不同权重，最终得到有效前沿如下图所示：

图27：中国各类资产构成的有效前沿



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图28：美国各类资产构成的有效前沿



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示

海外地缘冲突问题尚未缓解，美联储货币政策不确定性

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032